

汇绿生态 (001267.SZ)

光模块的“新玩家”——整合、扩产与突破

收购武汉钧恒科技转型光通信业务。公司原主业为园林业务，在传统园林业务增长乏力的大环境下，通过收购钧恒科技开展光模块业务，成功实现业务转型切入光通信行业。钧恒科技并表后，光通信产品已成为公司核心收入来源，2025年光电子器件收入占比72.4%，收入结构实现重塑，**光通信成为公司主营业务，成功进入高景气高成长性赛道。**待公司完成对钧恒科技剩余股权的收购后，其全部利润将归属于上市公司股东，公司归母净利润有望在现有基础上实现显著提升，弹性空间大。

公司优势一：代工破局，在“强者恒强”中寻找生存逻辑。在光模块行业头部集中效应日益显著的背景下，钧恒科技通过ODM/JDM/OEM代工模式开辟了独特的发展路径。这种“服务巨头”的策略，使其深度绑定了全球光通信龙头Finisar（现隶属Coherent），2025年H1单一客户销售占比超50%，不仅获得了稳定的订单来源，更获得了稳定的供应链支持和物料供给。这种发展模式让钧恒科技在巨头林立的夹缝中找到了生存空间，并随着客户产品从低速向400G/800G/1.6T的迭代而自然成长。

公司优势二：设备自研构建“成本护城河”，技术卡位布局硅光。作为国内较早掌握COB（板上芯片封装）工艺的企业，钧恒科技在核心的耦合环节实现了高达40%的设备自研率，带来了成本和产线调节优势。公司技术嗅觉敏锐，明确将硅光技术作为1.6T及以上速率产品的主攻方向，目前1.6T硅光模块已进入客户送样认证阶段，预计在2026年下半年至2027年迎来规模商用。同时，公司在LPO、CPO等前沿领域的探索，为未来参与scale-up领域的竞争储备了技术筹码。

公司优势三：产能扩张与全球化布局。汇绿生态资金注入为钧恒科技扫清了物料瓶颈和产能扩张的资金障碍，公司产能快速爬坡。**2026年新增年产能约为150万只，叠加鄂州二期新产线，2027年相比2025年新增年产能预计约450万只。**而其在马来西亚的海外基地布局，满足了海外大客户对供应链安全的合规要求，也赋予了公司规避地缘政治风险、灵活调配全球产能的能力。

投资建议：公司收购钧恒科技转型光通信业务，代工模式绑定光通信龙头开辟独特发展路径，完成钧恒科技剩余股权收购后公司归母净利润有望在现有基础上显著提升，未来有望受益于scale-up下光通信价值量增加的产业空间，我们预计公司2026/2027/2028年归母净利润为2.5/3.8/4.9亿元，对应2026/2027/2028年PE分别为148/96/75倍。首次覆盖给与“买入”评级。

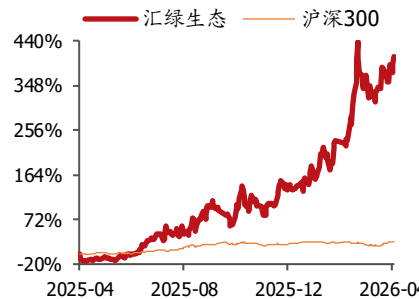
风险提示：AI发展不及预期，光模块速率提升不及预期，市场竞争风险，公司产能建设进度不及预期，公司收购事项进展不及预期，客户集中风险，经济基本面风险，未来产品价格下行幅度超预期风险。

买入（首次）

股票信息

| | |
|---------------|-----------|
| 行业 | 基础建设 |
| 04月22日收盘价(元) | 46.29 |
| 总市值(百万元) | 36,345.27 |
| 总股本(百万股) | 785.16 |
| 其中自由流通股(%) | 77.14 |
| 30日日均成交量(百万股) | 56.84 |

股价走势



作者

| | |
|---------|--------------------|
| 分析师 | 宋嘉吉 |
| 执业证书编号: | S0680519010002 |
| 邮箱: | songjiagi@gszq.com |
| 分析师 | 何亚轩 |
| 执业证书编号: | S0680518030004 |
| 邮箱: | heyaxuan@gszq.com |
| 分析师 | 黄瀚 |
| 执业证书编号: | S0680519050002 |
| 邮箱: | huanghan@gszq.com |

相关研究

| 财务指标 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 587 | 1,572 | 3,863 | 6,003 | 7,700 |
| 增长率 yoy (%) | -14.3 | 167.7 | 145.8 | 55.4 | 28.3 |
| 归母净利润 (百万元) | 65 | 88 | 246 | 377 | 488 |
| 增长率 yoy (%) | 13.8 | 34.9 | 179.6 | 53.0 | 29.4 |
| EPS 最新摊薄 (元/股) | 0.08 | 0.11 | 0.31 | 0.48 | 0.62 |
| 净资产收益率 (%) | 4.2 | 5.4 | 14.4 | 19.8 | 22.6 |
| P/E (倍) | 556.6 | 412.6 | 147.6 | 96.4 | 74.5 |
| P/B (倍) | 23.3 | 22.3 | 21.2 | 19.1 | 16.8 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 股价为 2026年04月22日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 2214 | 3464 | 5910 | 8452 | 10854 |
| 现金 | 329 | 546 | 264 | 37 | 137 |
| 应收票据及应收账款 | 639 | 1359 | 2722 | 4230 | 5426 |
| 其他应收款 | 6 | 8 | 19 | 29 | 37 |
| 预付账款 | 3 | 93 | 224 | 349 | 443 |
| 存货 | 219 | 716 | 1519 | 2345 | 2947 |
| 其他流动资产 | 1018 | 742 | 1162 | 1463 | 1864 |
| 非流动资产 | 530 | 815 | 1014 | 1195 | 1347 |
| 长期投资 | 270 | 5 | 5 | 6 | 6 |
| 固定资产 | 30 | 196 | 377 | 539 | 682 |
| 无形资产 | 0 | 69 | 69 | 70 | 70 |
| 其他非流动资产 | 231 | 545 | 562 | 581 | 590 |
| 资产总计 | 2744 | 4279 | 6924 | 9647 | 12201 |
| 流动负债 | 1067 | 1875 | 3916 | 5811 | 7363 |
| 短期借款 | 436 | 709 | 1009 | 1309 | 1659 |
| 应付票据及应付账款 | 536 | 1003 | 2565 | 3992 | 5062 |
| 其他流动负债 | 95 | 163 | 341 | 510 | 641 |
| 非流动负债 | 112 | 409 | 757 | 1106 | 1456 |
| 长期借款 | 93 | 322 | 672 | 1022 | 1372 |
| 其他非流动负债 | 19 | 87 | 85 | 84 | 84 |
| 负债合计 | 1180 | 2283 | 4673 | 6917 | 8819 |
| 少数股东权益 | 3 | 368 | 539 | 823 | 1222 |
| 股本 | 277 | 283 | 283 | 283 | 283 |
| 资本公积 | 509 | 542 | 542 | 542 | 542 |
| 留存收益 | 783 | 832 | 915 | 1111 | 1364 |
| 归属母公司股东权益 | 1561 | 1628 | 1712 | 1907 | 2161 |
| 负债和股东权益 | 2744 | 4279 | 6924 | 9647 | 12201 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 74 | -67 | -527 | -438 | -92 |
| 净利润 | 66 | 151 | 417 | 661 | 887 |
| 折旧摊销 | 9 | 50 | 19 | 38 | 57 |
| 财务费用 | 22 | 27 | 66 | 95 | 125 |
| 投资损失 | -20 | -12 | -31 | -48 | -62 |
| 营运资金变动 | -21 | -253 | -1006 | -1204 | -1140 |
| 其他经营现金流 | 17 | -30 | 9 | 20 | 41 |
| 投资活动现金流 | -230 | -44 | -156 | -132 | -109 |
| 资本支出 | -8 | -135 | -177 | -171 | -161 |
| 长期投资 | -227 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 5 | 80 | 22 | 39 | 53 |
| 筹资活动现金流 | 190 | 282 | 445 | 343 | 301 |
| 短期借款 | 278 | 274 | 300 | 300 | 350 |
| 长期借款 | -36 | 229 | 350 | 350 | 350 |
| 普通股增加 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 3 | 33 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -55 | -259 | -205 | -307 | -399 |
| 现金净增加额 | 34 | 172 | -237 | -227 | 101 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 587 | 1572 | 3863 | 6003 | 7700 |
| 营业成本 | 431 | 1282 | 3078 | 4790 | 6074 |
| 营业税金及附加 | 3 | 7 | 15 | 24 | 31 |
| 营业费用 | 6 | 18 | 42 | 66 | 85 |
| 管理费用 | 60 | 79 | 193 | 270 | 347 |
| 研发费用 | 4 | 43 | 104 | 168 | 223 |
| 财务费用 | 18 | 27 | 60 | 92 | 125 |
| 资产减值损失 | 1 | -7 | -40 | -60 | -80 |
| 其他收益 | 6 | 16 | 42 | 66 | 85 |
| 公允价值变动收益 | -1 | 6 | 8 | 10 | 0 |
| 投资净收益 | 27 | 12 | 31 | 48 | 62 |
| 资产处置收益 | 0 | 10 | 23 | 30 | 39 |
| 营业利润 | 75 | 158 | 433 | 687 | 921 |
| 营业外收入 | 3 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 营业外支出 | 1 | 3 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 78 | 157 | 433 | 687 | 921 |
| 所得税 | 12 | 6 | 16 | 25 | 34 |
| 净利润 | 66 | 151 | 417 | 661 | 887 |
| 少数股东损益 | 0 | 63 | 171 | 284 | 399 |
| 归属母公司净利润 | 65 | 88 | 246 | 377 | 488 |
| EBITDA | 75 | 196 | 513 | 817 | 1102 |
| EPS (元/股) | 0.08 | 0.11 | 0.31 | 0.48 | 0.62 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | -14.3 | 167.7 | 145.8 | 55.4 | 28.3 |
| 营业利润(%) | 3.5 | 109.9 | 174.1 | 58.4 | 34.1 |
| 归属母公司净利润(%) | 13.8 | 34.9 | 179.6 | 53.0 | 29.4 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 26.6 | 18.4 | 20.3 | 20.2 | 21.1 |
| 净利率(%) | 11.1 | 5.6 | 6.4 | 6.3 | 6.3 |
| ROE(%) | 4.2 | 5.4 | 14.4 | 19.8 | 22.6 |
| ROIC(%) | 2.6 | 4.6 | 12.0 | 14.7 | 15.6 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 43.0 | 53.4 | 67.5 | 71.7 | 72.3 |
| 净负债比率(%) | 14.4 | 26.4 | 64.8 | 85.5 | 86.7 |
| 流动比率 | 2.1 | 1.8 | 1.5 | 1.5 | 1.5 |
| 速动比率 | 1.0 | 1.0 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.2 | 0.4 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 应收账款周转率 | 1.0 | 1.6 | 1.9 | 1.8 | 1.6 |
| 应付账款周转率 | 0.8 | 2.1 | 2.3 | 1.9 | 1.8 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.08 | 0.11 | 0.31 | 0.48 | 0.62 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.09 | -0.08 | -0.67 | -0.56 | -0.12 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 1.99 | 2.07 | 2.18 | 2.43 | 2.75 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 556.6 | 412.6 | 147.6 | 96.4 | 74.5 |
| P/B | 23.3 | 22.3 | 21.2 | 19.1 | 16.8 |
| EV/EBITDA | 81.9 | 90.2 | 73.8 | 47.4 | 35.6 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 股价为 2026 年 04 月 22 日收盘价

内容目录

| | |
|--|----|
| 投资要件 | 5 |
| 1. 汇绿生态：收购武汉钧恒转型光通信赛道 | 6 |
| 1.1 汇绿生态：主业园林业务，收购武汉钧恒开展光模块业务 | 6 |
| 1.2 多次收购钧恒科技取得控股权，跨界并购扎实稳健 | 6 |
| 1.3 股权集中，管理层控制力强 | 7 |
| 1.4 收购钧恒科技驱动业绩增长，光通信业务重塑增长曲线 | 8 |
| 2. 受益 AI 算力浪潮，光模块打开需求空间 | 10 |
| 2.1 芯片迭代与 CAPEX 扩张共振，驱动光模块需求爆发 | 10 |
| 2.2 技术演进：硅光与 LPO 成为光通信未来演进核心道路 | 11 |
| 2.3 AOC（有源光缆）：短距互连的“大动脉” | 12 |
| 3. 公司竞争力 | 14 |
| 3.1 产品矩阵丰富，灵活的 ODM/JDM 服务模式绑定头部光模块客户 | 14 |
| 3.2 技术布局：布局前沿科技，平台化优势显著 | 15 |
| 3.3 产能扩张与全球化布局 | 15 |
| 4. 盈利预测、估值与投资建议 | 17 |
| 风险提示 | 19 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1: 钧恒科技主要产品 | 6 |
| 图表 2: 收购股份时间表 | 7 |
| 图表 3: 汇绿生态股权结构图（截至 2026 年 4 月 21 日） | 8 |
| 图表 4: 汇绿生态 2019-2025 年营收情况 | 8 |
| 图表 5: 汇绿生态 2019-2025 年归母净利润 | 8 |
| 图表 6: 2023-2025H1 钧恒科技各产品收入结构化占比 | 9 |
| 图表 7: 2023-2025H1 钧恒科技分产品毛利率 | 9 |
| 图表 8: 2019-2025 汇绿生态毛利率与净利率变化 | 9 |
| 图表 9: 2021-2025 汇绿生态费用率变化 | 9 |
| 图表 10: 北美云厂商年度资本开支（2001-2025） | 10 |
| 图表 11: 光模块市场规模（2021-2031） | 11 |
| 图表 12: 全球硅光市场规模预测（十亿美元，2024-2034E） | 12 |
| 图表 13: 硅光市场份额占比逐步提升（2013-2030E） | 12 |
| 图表 14: AOC 结构示意图 | 12 |
| 图表 15: AOC、DAC、光纤+光模块应用场景与推荐方案 | 13 |
| 图表 16: 2024 年全球光模块企业 TOP10 | 14 |
| 图表 17: COB 技术示意图 | 15 |
| 图表 18: 新华三 CPO 架构示意图 | 15 |
| 图表 19: 公司现生产基地和欲投产产能表 | 16 |
| 图表 20: 公司分产品盈利预测 | 17 |
| 图表 21: 可比公司估值 | 18 |

投资要件

随着 AI 算力规模升级与光互连技术更新迭代，光通信行业“强者恒强”的行业格局持续凸显，汇绿生态并没有选择在品牌端与巨头正面交锋，而是凭借 ODM/JDM/OEM 代工模式，深度嵌入全球龙头的供应链体系。这种绑定巨头、协同发展的策略，使其避开了正面战场的红海竞争，为自身在光模块产业链中构筑起独特的发展道路。

- (1) 市场普遍认为“代工”模式技术含量低、利润率薄。但武汉钧恒的模式有以下特点：
- **设备自研构筑核心壁垒：**公司约 40% 的生产设备为自主研发，不仅大幅降低资本支出（产线综合造价相对较低），更将核心工艺掌握在自己手中，形成显著的成本优势和产能弹性。这让钧恒在应对客户波动性大、突发需求多的业务时，能够快速调动资源，满足交付。
 - **从“代工”到“联合研发”的进阶：**公司与 coherent 的合作始于 2018 年，合作关系已从单纯的 OEM 向 ODM/JDM 延伸。随着 1.6T 硅光产品进入客户送样认证阶段，钧恒正从“制造外包”走向“技术共研”，并从单一的代工模式向其他模式转型。
- (2) 市场普遍担忧光模块行业的关键物料短缺问题（如 DSP 芯片），认为代工厂会因此受制于人。但我们认为，这正是钧恒模式的另一大优势：
- **Coherent 为公司部分型号芯片的供应商，优势品牌厂保障了钧恒科技的物料供应，**在高速率光模块上游物料短缺的行业背景下，公司供应链稳定物料充足成为突出优势。
 - **汇绿生态资金注入为钧恒科技扫清了物料瓶颈和产能扩张的资金障碍。**这种“资本+品牌厂供应链+本土制造效率”的优势组合，让钧恒科技在行业普遍缺料的背景下获得了交付保障。
- (3) 供不应求时代下产能为王，光模块代工的价值重估：
- 过去市场看好有自营品牌的光模块厂商（如中际旭创、新易盛）。但在 AI 算力需求井喷的背景下，行业逻辑正在变化——全球 AI 巨头不仅需要品牌厂的设计能力，更需要稳定、低成本、大规模的制造产能。
 - 钧恒通过为 Coherent 代工，其生产的高速光模块得以间接应用于全球顶级科技公司的数据中心。这种“间接供应”关系，正在让钧恒的价值从“代工产能”向“核心供应链资产”重估，是光模块领域的合作新范式的雏形。

汇绿生态因其代工为主的另类商业模式，以及跨界并购的另类收购模式，成为光模块赛道的另类参与者。

- **钧恒代工模式的独特性：**钧恒科技通过 ODM/JDM/OEM 模式为品牌厂提供代工服务，避免了与光模块巨头正面竞争，其合作发展模式构建其独特道路。同时，通过自研核心设备、提高生产制造及供应链管理水平的等，钧恒科技相比同类型公司实现了更高的利润率。
- **跨界并购中的“精准卡位”：**跨界并购通常面临市场质疑，而汇绿生态对钧恒科技的收购在时机与价格上均把握精准。时间点上汇绿生态在行业爆发前夜完成布局，2024 年和 2025 年 2 月分别收购 35%、16% 股权，均逢行业需求井喷前行业估值洼地。这种在行业低谷或爆发前夜的精准卡位，使得汇绿能够以相对合理的价格锁定核心资产，并保证了并购双方的利益。

投资建议：公司收购钧恒科技转型光通信业务，代工模式绑定光通信龙头开辟独特发展路径，完成钧恒科技剩余股权收购后公司归母净利润有望在现有基础上显著提升，未来有望受益于 scale-up 下光通信价值量增加的产业空间，我们预计公司 2026/2027/2028 年归母净利润为 2.5/3.8/4.9 亿元，对应 2026/2027/2028 年 PE 分别为 148/96/75 倍。首次覆盖给与“买入”评级。

1. 汇绿生态：收购武汉钧恒转型光通信赛道

1.1 汇绿生态：主业园林业务，收购武汉钧恒开展光模块业务

汇绿生态科技集团股份有限公司（以下简称“汇绿生态”）是控股型企业，成立于 1990 年，原主营业务为园林业务，现通过控股子公司武汉钧恒科技有限公司（以下简称“钧恒科技”）开展光模块业务。园林业务主要包括园林工程施工、园林景观设计以及苗木种植等，能够完整的提供苗木种植、园林工程设计、施工及后续绿化养护等全产业链服务；光模块业务主要包括光模块、AOC、光引擎为主的光通信产品的研发、生产和销售。

武汉钧恒科技有限公司是一家专业从事以光模块和光引擎为主的光通信产品的研发、生产和销售的高新技术企业。其成立于 2012 年，致力于为客户提供高性能、高可靠性、低成本、低功耗的光模块解决方案。经过十余年发展，钧恒科技产品主要分为标准化产品和定制化产品，且随着下游 AI 人工智能、数据中心、云计算、大数据、5G、物联网等行业快速增长，标准化产品已成为钧恒科技的主要产品。

图表1：钧恒科技主要产品

| 项目 | 产品图示 | 产品特性 | 主要应用领域 |
|-----|---|--|--------------------|
| 光模块 |  | (1) 封装形式为 SFP/SFP+/SFP28/QSFP+/QSFP28/QSFPDD/OSFP/QSFP56/QSFP112; (2) 传输速率覆盖 10Gbps-800Gbps; (3) 具备低延时、高可靠、高性能、高带宽的特点 | 数据中心、云计算、AI、5G 通信等 |
| AOC |  | (1) 封装形式为 SFP/SFP+/SFP28/QSFP+/QSFP28/QSFPDD/OSFP/QSFP56/QSFP112; (2) 传输速率覆盖 10Gbps-800Gbps; (3) 避免光口污染，性能可靠; (4) 光纤长度可定制，可一拖二，组网方便 | |
| 光引擎 |  | (1) 可兼容以下模块封装形式：QSFP+/SFP28/SFP/SFP+/QSFP28/QSFPDD/OSFP/QSFP56/QSFP112; (2) 传输速率覆盖 10Gbps-800Gbps; (3) 主要包含多模光引擎和硅光引擎 | |

资料来源：公司公告、国盛证券研究所

1.2 多次收购钧恒科技取得控股权，跨界并购扎实稳健

公司积极探索新发展路径开辟新赛道，通过多次收购武汉钧恒科技成为其控股母公司，并预计收购其全部股份。2024 年 6 月，汇绿生态以 1.95 亿元收购钧恒科技 30% 股权，正式切入光通信赛道。2024 年 10 月，汇绿生态追加投资 5000 万元，对钧恒科技的持股比例提升至 35%，进一步巩固合作关系。2025 年 2 月，汇绿生态增资 2.46 亿元认购钧恒科技 1862.38 万元新增注册资本，交易完成后持股比例达 51%，取得控股权，将其

纳入合并报表范围，归属于母公司股东的净利润部分按 51% 计算。2025 年 7 月开始，汇绿生态拟以发行股份+支付现金方式，购买钧恒科技剩余 49% 股权。截至本报告发布日，本次收购 49% 股权事项仍在深交所审核中，尚未完成最终交割。

图表2: 收购股份时间表

| 时间 | 取得方式 | 交易价格 | 审批程序 |
|-------------|---------------------------------|---------------|---|
| 2024 年 6 月 | 收购 30% 股权 | 19,500 万元 | 第十届董事会第二十六次会议审议通过 |
| 2024 年 10 月 | 认购 384.62 万元新增注册资本，持股比例增至 35% | 5,000 万元 | 第十届董事会第二十九次会议、2024 年第二次临时股东大会审议通过 |
| 2025 年 2 月 | 认购 1,862.38 万元新增注册资本，持股比例增至 51% | 24,583.416 万元 | 第十一届董事会第四次会议、第十一届董事会独立董事专门会议 2024 年第一次会议、第十一届监事会第三次会议、2025 年第一次临时股东大会审议通过 |

资料来源：公司公告、国盛证券研究所

汇绿生态收购钧恒科技是跨界并购的标杆案例。汇绿生态跨界并购切入光通信领域，这种“跨界并购”通常不被市场看好，但其对钧恒科技的收购操作扎实，在并购时机上把握精准。

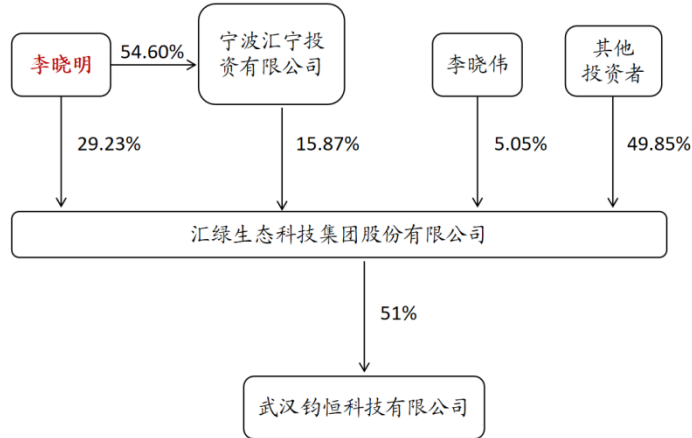
- **踩准周期低谷的精准布局，收购时间点为行业爆发前夜：**2024 年汇绿生态首次收购武汉钧恒 30% 股权时，光模块行业正处于 800G 产品起量前夕，市场对 AI 算力需求的爆发性尚未形成共识，当时收购对应 PE 仅 20 倍左右；2025 年初，汇绿进一步增持至 51%，实现对钧恒的控股，彼时光模块产业亦处于估值低点。汇绿生态踩准了行业估值周期，通过“低价收购”拿下核心资产，本质上是对钧恒科技地位价值和光模块行业周期的深度认知。
- **扎实的跨界并购，资本输血+产能扩张立竿见影：**汇绿生态的资本注入，为钧恒科技扫清了物料瓶颈和产能扩张的障碍，使公司能在行业高速光模块需求爆发前扩充产能物料，在这一轮光通信景气周期加速扩张。同时汇绿生态在收购后充分尊重产业规律，保留核心管理层。这种“资本+产业”的良性结合，发挥了上市公司的资金和规范优势，又保留了创业公司的技术敏锐度和执行力。

1.3 股权集中，管理层控制力强

股权结构集中，实控人控制力强。公司实际控制人为李晓明，截至 2026 年 4 月 21 日，李晓明直接持有 29.2% 股份，并通过宁波汇宁投资有限公司间接持有 8.7% 股份，总持股比例为 37.9%。同时，汇绿生态直接持有钧恒科技 51% 的股份，实现对该子公司的控股。

管理层与实控人深度绑定，战略推进有保障。实控人通过控股地位主导公司治理，部分管理高层通过间接持股的方式共享收益，管理层在执行战略、推进业务时具备清晰的决策路径与稳定的预期，有利于公司保障长期战略的有效落地。

图表3: 汇绿生态股权结构图 (截至 2026 年 4 月 21 日)

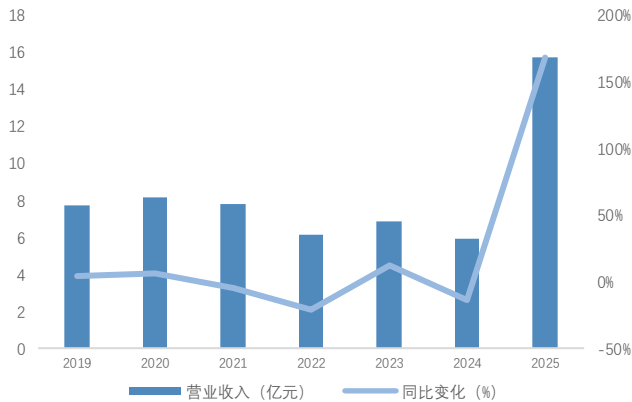


资料来源: wind、国盛证券研究所

1.4 收购钧恒科技驱动业绩增长，光通信业务重塑增长曲线

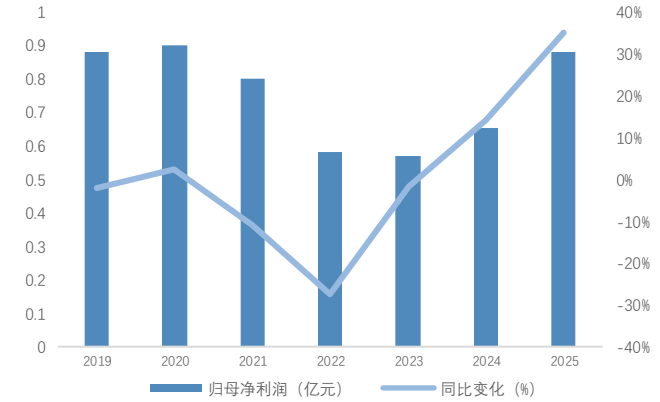
切入光通信赛道，业绩实现高增。2025 年公司完成对钧恒科技的控股收购并实现并表，叠加光模块行业高景气度，经营业绩实现大幅增长。全年实现营业收入 15.7 亿元，同比增加 167.7%；归母净利润 8808.3 万元，同比增长 34.9%，增长动能释放。

图表4: 汇绿生态 2019-2025 年营收情况



资料来源: iFinD、国盛证券研究所

图表5: 汇绿生态 2019-2025 年归母净利润



资料来源: iFinD、国盛证券研究所

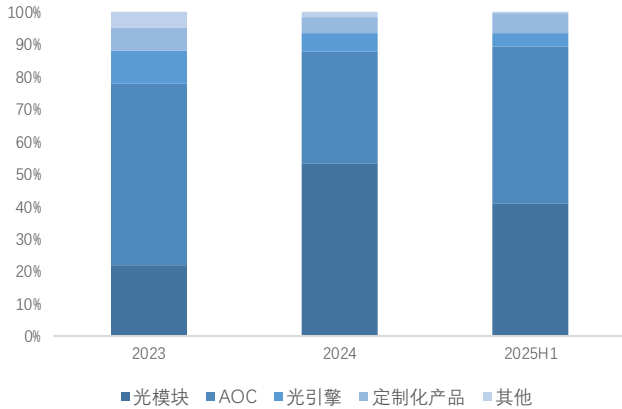
光通信业务成核心收入来源，产品结构优化。钧恒科技并表后，光通信产品已成为公司核心收入来源，收入结构实现重塑。2025 年，光电子器件收入占比 72.4%，成为营收主力，公司实现业务转型。钧恒科技光模块收入占比从 2023 年的 21.7% 提升至 2025 年 H1 的 40.8%，成为钧恒科技的收入基石。待公司完成对钧恒科技剩余 49% 股权的收购并实现全资控股后，钧恒科技将成为公司的全资子公司，其全部利润将归属于上市公司股东，公司归母净利润有望在现有基础上实现显著提升。

收入占比转为以境外为主要市场。2025 年境外收入占比 51.9%，境内收入占比 48.1%，与此前 100% 境内收入相比，并表后公司成功转为以境外为主要市场。

速率升级驱动钧恒科技光通信产品毛利率稳中有升。2023 年-2025 年 H1，钧恒科技光引擎毛利率持续上行，2025 年 H1 提高至 33.5%；光模块毛利率先升后稳，2025 年 H1

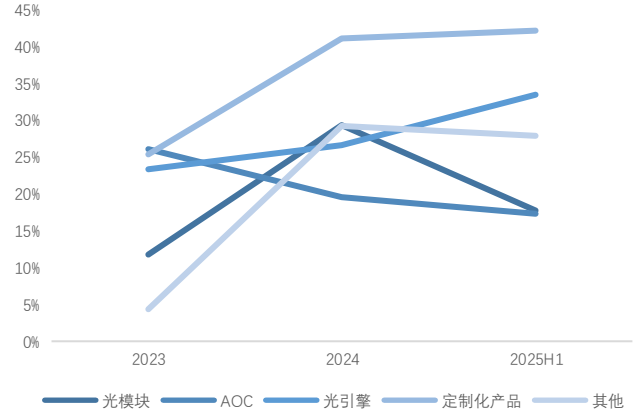
为 17.8%，较 2024 年略有回落。2023 年 6 月起，400G、800G 等毛利率较高的高速率产品起量，并于 2024 年批量交付，2024 年钧恒科技光模块毛利率增长较大，而随着高速率产品批量供货，钧恒科技根据市场情况调整了光模块销售价格，导致 2025 年毛利率下滑。2026 年，随着 800G 及以上产品占比提升，预计毛利率将探底回升。

图表6: 2023-2025H1 钧恒科技各产品收入结构化占比



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表7: 2023-2025H1 钧恒科技分产品毛利率

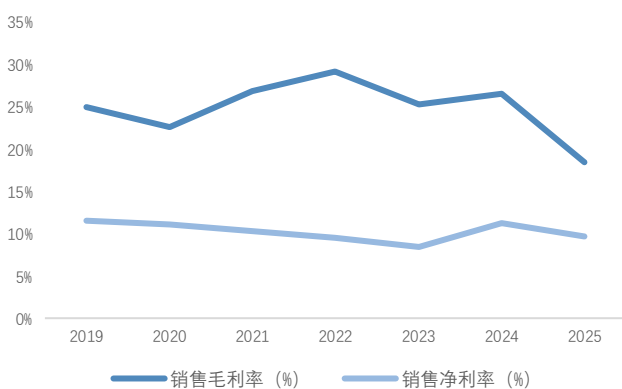


资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

盈利结构调整，毛利率短期波动。公司 2019-2024 年毛利率稳定在 25%-30%，2025 年并表钧恒科技后毛利率为 18.4%。净利率自 2019 年逐步下行，2023 年触底至 8.4%，2024 年回升至 11.2%，2025 年为 9.6%，整体呈修复态势。收购钧恒科技后光通信产品成为公司收入主力，短期整体毛利率降低，但整体业务向高成长赛道转型，长期盈利能力有望持续提升。

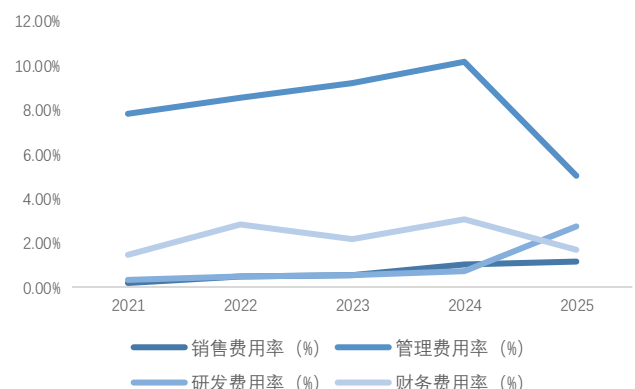
费控能力提升，研发投入提高。公司销售费用率持续上升；管理费用率 2025 年大幅降至 5.01%，费用率显著优化。研发费用率 2021-2024 年在 0.5%-0.7% 区间，2025 年大幅提升至 2.73%，系并表后业务转型，研发投入显著提升所致。

图表8: 2019-2025 汇绿生态毛利率与净利率变化



资料来源: iFinD、国盛证券研究所

图表9: 2021-2025 汇绿生态费用率变化



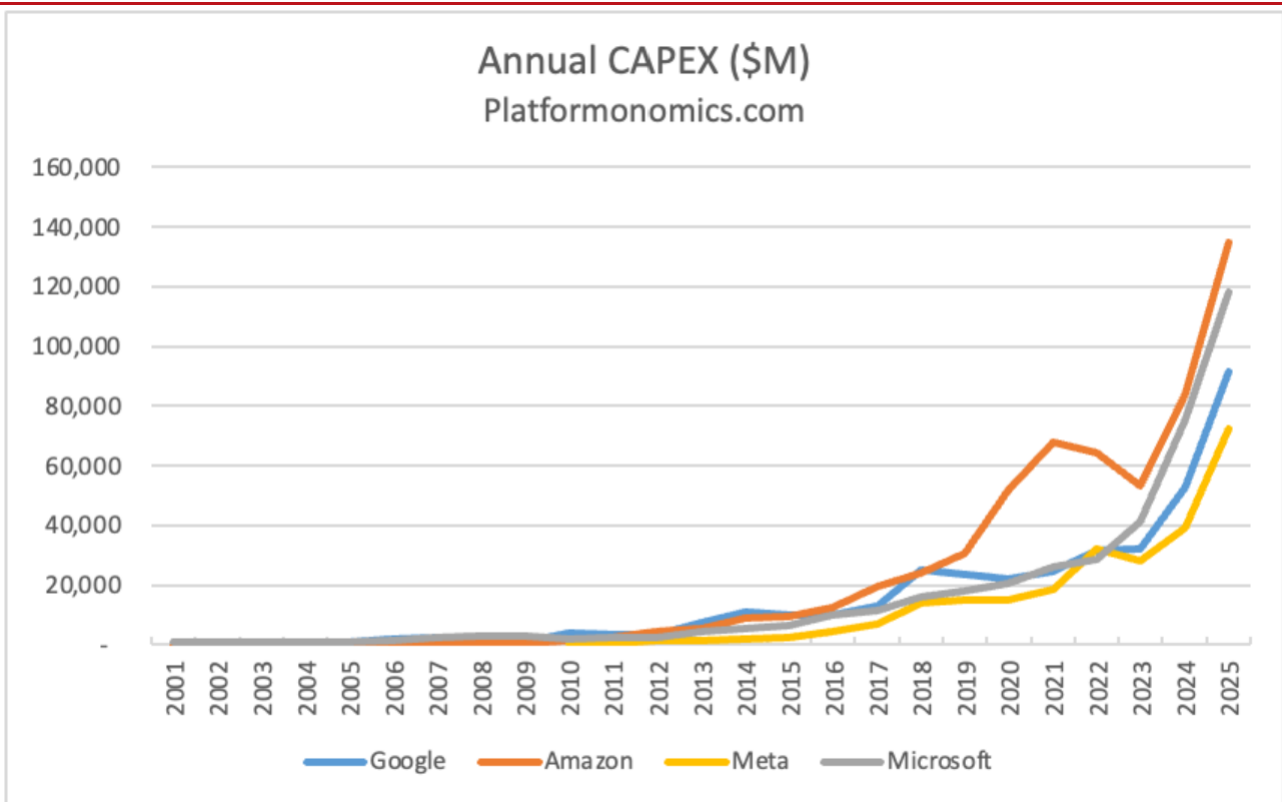
资料来源: iFinD、国盛证券研究所

2. 受益 AI 算力浪潮，光模块打开需求空间

2.1 芯片迭代与 CAPEX 扩张共振，驱动光模块需求爆发

受益于 AI 算力爆发，光模块行业持续保持高需求量、高景气度。英伟达引领算力平台迭代加速，光模块迭代周期缩短至 1-2 年；伴随着芯片平台的迭代升级，gpu 与光模块配比提升的同时，光模块速率向 800G/1.6T 升级，光模块数量和质量要求持续升级。全球云厂商资本开支进入新一轮上升周期，为光模块需求提供了强劲支撑，2025 年北美四大 CSP（谷歌、微软、META、亚马逊）资本开支合计超过 4160 亿美元，2026 年北美云厂商均指引 Capex 预计达到 6500 亿美元，持续印证高速率光模块需求。

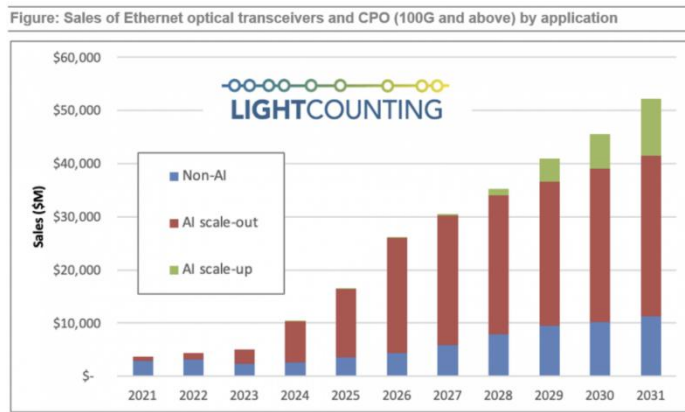
图表10: 北美云厂商年度资本开支 (2001-2025)



资料来源: platformonomics, 国盛证券研究所

1.6t 光模块放量元年，高速光模块市场规模加速扩张。据 Lightcounting 预测，2026 年全球 800G 光模块出货量将翻倍，1.6T 光模块出货量将从 2025 年的较小基数增长至数千端口量级；据 TrendForce 预测，2026 年全球 800G 以上的光收发模块出货量将会达到近 6300 万组，增长幅度高达 2.6 倍。受此推动，据 lightcounting 预测全球应用于 AI 的光模块（100G 起）及 CPO 市场规模在 2025 年达到 165 亿美元，并将在 2026 年增长至 260 亿美元，同比增速高达 60% 以上。

图表11: 光模块市场规模 (2021-2031)



资料来源: LightCounting, 国盛证券研究所

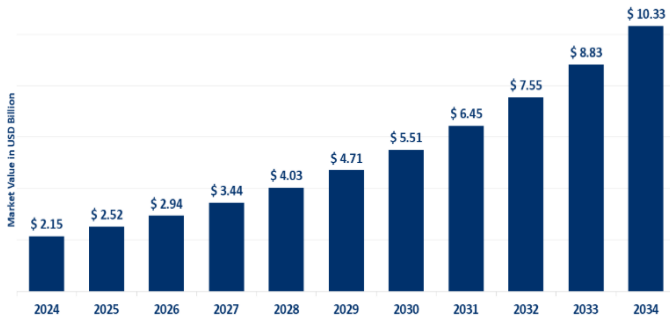
从行业格局来看，光模块行业马太效应显著，呈强者恒强行业格局。全球市场竞争呈现“CR5 占比超 80%”的高度集中格局，以中国中际旭创、新易盛，北美 finisar、Cisco 等为代表的龙头厂商，凭借技术、产能、客户资源等优势，占据了绝大部分的订单份额，主导行业发展方向。下游云厂商、芯片厂商为确保供应链的稳定性与一致性，亦倾向与经过验证的头部供应商长期合作，这种“强者愈强”的资源虹吸效应使得市场份额持续向龙头集中。

2.2 技术演进：硅光与 LPO 成为光通信未来演进核心道路

随着 AI 集群功率持续上升，光通信持续进行技术创新突破功率墙，其中硅光和 LPO(线性驱动)正是两大主要技术路径。

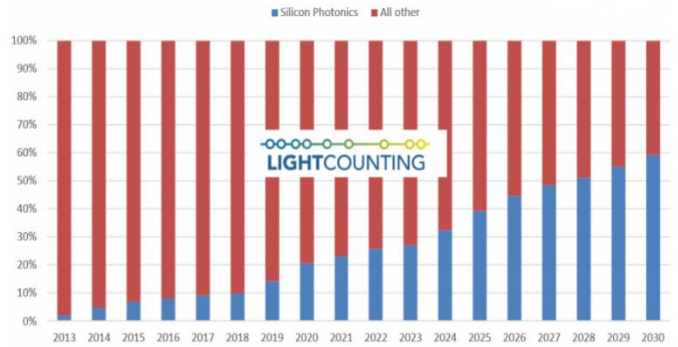
- **LPO 技术 (Linear-drive Pluggable Optics, 线性驱动可插拔光模块) 去 DSP 化**，可以大幅降低功耗与延时。DSP 芯片通常占据光模块近 50%的功耗。移除 DSP 后，800G LPO 模块的功耗可降至 8-10W，相比传统带 DSP 模块节省近 50%的能耗。同时，大幅降低了数据传输延时，契合 AI 推理与训练对纳秒级响应的需求。根据 LightCounting 预测，LPO/CPO 方案有望在 2026-2028 年间占据 800G/1.6T 光模块市场约 30%的份额。
- **硅光技术利用成熟的 CMOS 工艺在硅基底上集成调制器、探测器等光学器件**，本质是“以光代电”的半导体化变革。硅光方案能将更多器件集成在单一芯片上，相比传统的分立式 EML 方案，硅光芯片可利用晶圆厂的大规模制造能力，在产量提升后显著降低 BOM 成本。根据 Cervicorn Consulting 的预测，硅光光模块市场规模 2034 年预计增长至 103 亿美元以上；据 LightCounting，随着 LPO 和 CPO 的应用，硅光方案有望在 2030 年占据 60%的市场份额。

图表12: 全球硅光市场规模预测 (十亿美元, 2024-2034E)



资料来源: Cervicorn Consulting, 国盛证券研究所

图表13: 硅光市场份额占比逐步提升 (2013-2030E)

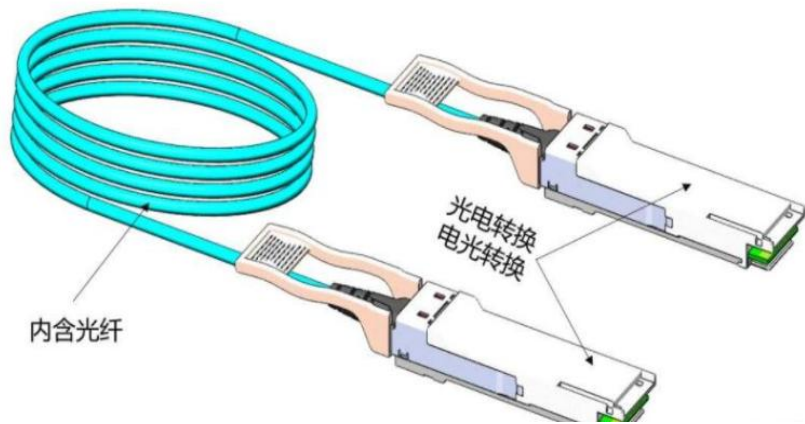


资料来源: C114 网, LightCounting, 国盛证券研究所

2.3 AOC (有源光缆): 短距互连的“大动脉”

AOC (Active Optical Cable, 有源光缆) 凭借其“即插即用、高密度、低成本”的特性, 已成为不可或缺的“大动脉”。AOC (Active Optical Cable, 有源光缆) 是一种集成光收发器的复合线缆。核心目标是替代“光模块+光纤”的分离方案, 实现“即插即用”的高速数据传输, 降低部署成本与维护复杂度。

图表14: AOC 结构示意图



资料来源: 祥泰伟业, 国盛证券研究所

AOC 主要应用于数据中心、高性能计算及存储区域网络等中短距高速互连场景。 DAC (直连铜缆) 受物理特性限制, 传输距离通常仅为 1-7 米, 难以满足跨机柜或机房内部的长距离连接需求; 而传统的“光纤+独立光模块”方案虽然传输距离可达 40km 以上, 但在短距离场景下成本过高且部署繁琐。AOC 凭借其 100 米以内的传输能力, 填补了铜缆与长距光模块之间的空白, 其主要应用场景包括: 架顶以太网交换机 (TOR) 与服务器的互联、GPU 集群 (AI/ML) 的节点通信、InfiniBand 网络的低延迟传输等。

图表15: AOC、DAC、光纤+光模块应用场景与推荐方案

| 推荐方案 | 应用场景 |
|------------|--------------------------------|
| DAC (直连铜缆) | 短距离、高密度的部署; 预算敏感的短期部署 |
| AOC (有源光缆) | 轻量化、低时延的中距离链路 |
| 光纤+光模块 | 长距离互连 (机架间/园区网); 需要灵活性和频繁升级的环境 |

资料来源: Zion Communication, 国盛证券研究所

3. 公司竞争力

3.1 产品矩阵丰富，灵活的 ODM/JDM 服务模式绑定头部光模块客户

产品矩阵丰富，光模块多速率布局。钧恒科技是一家专业从事以光模块、AOC 和光引擎为主的光通信产品的研发、生产和销售的高新技术企业，公司光模块产品线丰富，已具备 100G/200G/400G/800G 等速率光模块研发设计和批量化生产的能力，2024 年成功跻身全球光模块企业前 19 名，在行业内快速崛起。

钧恒科技的核心竞争力之一在于其灵活深度的 ODM/JDM 服务模式，使其与全球光通信巨头建立稳固的合作关系。

- **差异化服务能力：**钧恒科技主要通过 ODM/JDM/OEM 的模式为客户提供专业的研发设计与生产制造服务，这种模式避免了与客户的直接竞争，而是以“合作取代竞争”，通过定制化方案为客户创造价值，使公司与行业龙头建立稳固的合作关系。
- **绑定核心客户：**公司已进入全球光通信龙头 Finisar（现隶属 Coherent）、新华三（H3C）及索尔斯等主流设备商的供应链。其中，公司与第一大客户 Finisar 合作始于 2018 年，建立了良好且持续的合作关系，2025 年 H1 向 Coherent 及其关联方的销售占比超 50%，合作产品也由低速产品向更高速率渗透，400G/800G 及以上高速率产品占比持续提升，预计 400G 及 800G 以上高速率产品将贡献公司营业收入的 70%-80%。
- **客户合作深化：**公司与客户的合作正从产品层面走向产业链协同与技术共演。Coherent 成为公司部分型号芯片的供应商，深度的资源与供应链协同保证了公司关键原材料的稳定供给，在高速率光模块上游物料短缺的行业背景下，公司供应链稳定物料充足成为突出优势；公司在 CIOE 展会期间多次携手新华三，共同展示基于 LPO 技术的 400G/800G 光模块与智算交换机的互联测试，彰显了双方在光互联技术方面的深度合作。

Coherent 是全球光模块排名第二的龙头企业，也是美国本土光模块厂商中垂直整合能力最强的企业之一，通过收购 Finisar 实现了从器件到模块的全产业链布局。2026 年 3 月，英伟达宣布向 Coherent 战略投资 20 亿美元并锁定其未来先进激光器产能，其作为美国本土关键供应商的战略地位得到 AI 算力龙头的强力背书，在 AI 算力基础设施建设浪潮中占据着不可替代的关键位置。

图表16：2024 年全球光模块企业 TOP10

| 排名 | 厂商名称 | 国家 |
|----|--------------------------|----|
| 1 | 中际旭创 (Innolight) | 中国 |
| 2 | Coherent | 美国 |
| 3 | 新易盛 (Eoptolink) | 中国 |
| 4 | 华为海思 (Huawei) | 中国 |
| 5 | Cisco | 美国 |
| 6 | 光迅科技 (Accelink) | 中国 |
| 7 | 海信宽带 (Hisense) | 中国 |
| 8 | 华工正源 (HG Tech) | 中国 |
| 9 | Marvell | 美国 |
| 10 | 索尔思光电 (Source Photonics) | 中国 |

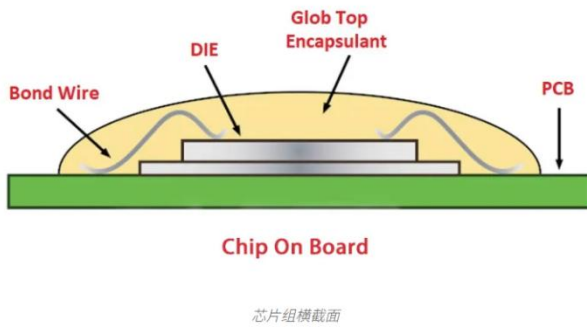
资料来源：LightCounting，中商产业研究院，国盛证券研究所

3.2 技术布局：布局前沿科技，平台化优势显著

钧恒科技在技术上紧跟技术前沿布局，构建了面向未来的核心竞争力。

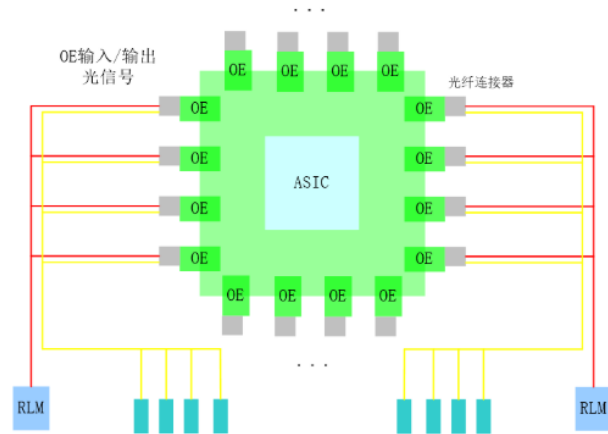
- **自主设备构建成本护城河：**公司是国内较早掌握 COB 工艺的企业，并在最关键的耦合环节实现了核心设备的自主研发，自研设备比例高达约 40%。这降低了产线的综合造价和资本支出，更将核心技术掌握在自己手中，能够快速根据工艺需求进行设备调试和优化，确保在规模放量过程中维持产品的高可靠性与成本竞争力。
- **平台化研发降本增效：**公司已将关键单点技术系统性地平台化，并完成前置验证。其 800G 与 1.6T 产品均基于硅光平台开发，核心光路设计、器件布局及封装方案高度共通，这大幅缩短了 1.6T 产品的研发周期和验证成本，使得公司能够快速响应市场需求。
- **硅光技术的及时卡位：**公司明确将硅光技术作为 1.6T 及以上速率产品的主攻方向。硅光技术与公司深耕的 COB 工艺平台具备很强的协同性，其 1.6T 硅光模块已进入客户送样认证阶段，预计 2026 年下半年至 2027 年将迎来规模商用。
- **布局 LPO、CPO 等前沿技术：**钧恒科技在 LPO 领域与新华三深度合作，其 400G DR4、800G DR8 硅光模块已成功通过新华三交换机测试，部分产品已于 2023 年开始小批量生产，技术成熟度领先。同时，公司依托在硅光技术方面的积累，积极进行 CPO 技术探索和布局。

图表17: COB 技术示意图



资料来源: Highleap Electronic, 国盛证券研究所

图表18: 新华三 CPO 架构示意图



资料来源: H3C CPO 技术白皮书, 国盛证券研究所

3.3 产能扩张与全球化布局

在 AI 算力需求呈几何级数放大的背景下，公司正在加速推进产能建设，以满足市场对高端光模块的爆发式需求。目前，位于鄂州的新产线已陆续投产，**2026 年新增鄂州一期产能 150 万只，叠加 2027 年预计投产的鄂州二期新产线，2027 年相比 2025 年新增年产能预计达 450 万只左右：**

- **一期项目：**已于 2025 年 11 月投产，新增年产能 150 万只，产品以 400G 和 800G 高速光模块为主，成为 2026 年产能增量的主要来源。
- **二期项目：**规划新增年产能 300 万只（100 万 AOC、200 万光模块），产品涵盖 400G/800G/1.6T 高速光模块，预计将于 2027 年正式投产，届时将进一步提升公司在 AI 算力、数据中心等高增长领域的订单交付能力。

全球化产能分工布局：公司已完成清晰的全球产能分工，以确保供应链的韧性和响应速度。武汉为研发与高端制造中心，鄂州基地为高速率产品量产的核心区域，合肥基地专

注规模化生产，同时还在马来西亚布局了海外生产基地，以贴近服务海外战略客户与规避外贸政策变动风险。

图表19: 公司现生产基地和欲投产产能表

| 生产基地 | 项目阶段/名称 | 规划/现有产能 | 生产状态 |
|------------|-----------------|---|-------------------|
| 武汉基地 | 现有成熟产线 | 月产能: 100k/月以上 | 满产运营 |
| 海外基地(马来西亚) | TRILIGHT OPTICS | 月产能: 100k/月以上 | 已运营 |
| | 一期项目 | 年产能: 150 万只 年产能: AOC、光模块合计 300 万只 | 2025 年 11 月已投产 |
| 鄂州基地 | 二期项目 | (100G AOC: 100 万只、 400G/800G: 195 万只、1.6T: 5 万只) | 筹备建设中、预计 2027 年投产 |

资料来源: 公司公告, wind, 证券时报, 国盛证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

营收增速：1) 光电子器件：AI 算力竞赛加速光模块需求持续爆发，公司产品线覆盖全速率光模块，且深度绑定全球光模块龙头 Finisar，高附加值高速率光模块产品占比提升，有望充分受益于光模块需求增长，因此我们假设 2026-2028 年板块收入分别同增 207%/62%/30%，2026 年-2028 年收入为 34.9/56.6/73.6 亿元。2) 园林业务：公司园林业务业绩有所下滑，考虑到经济基本面恢复下园林业务下滑减缓，我们假设 2026-2028 年板块收入分别同减 20%/10%/0，对应收入为 2.6/2.3/2.3 亿元。3) 其他业务：预计未来公司该业务收入将保持稳定，我们假设 2026-2028 年板块收入分别同增 0%/0%/0%，对应收入为 1.1/1.1/1.1 亿元。

毛利率：1) 光电子器件：随着高速光模块放量出货，我们预计该业务板块毛利率将增长后趋于稳定，假设 2026-2028 年毛利率分别为 20%/20%/21%。2) 园林业务：我们预计未来业务毛利率将保持稳定，假设 2026-2028 年分别为 18%/18%/18%。3) 其他业务：我们预计公司其他业务毛利率较为稳定，假设 2026-2028 年分别为 34%/34%/34%。

费用率：1) 销售费用率：公司完成转型后业务结构稳定，我们预计销售费用率趋于稳定，假设 2026-2028 年分别为 1.1%/1.1%/1.1%。2) 管理费用率：公司完成转型后管理费用率相比 2025 年下降，我们预计管理费用率将在减少后趋于稳定，假设 2026-2028 年分别为 5%/4.5%/4.5%。3) 研发费用率：公司完成转型后研发费用率相比 2025 年增加，我们预计未来公司研发费用率将缓慢增加，测算时假设 2026-2028 年分别为 2.7%/2.8%/2.9%。

图表20: 公司分产品盈利预测

| 单位: 百万元 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 587.0 | 1571.7 | 3862.66 | 6002.63 | 7700.23 |
| 增长率 | -14.28% | 167.74% | 145.76% | 55.40% | 28.28% |
| 光电子器件 | - | 1137.79 | 3493.02 | 5658.69 | 7356.29 |
| 增长率 | - | - | 207.00% | 62.00% | 30.00% |
| 园林业务 | 586.87 | 321.27 | 257.02 | 231.31 | 231.31 |
| 增长率 | -14.28% | -45.26% | -20.00% | -10.00% | 0 |
| 其他业务 | 0.16 | 112.63 | 112.63 | 112.63 | 112.63 |
| 增长率 | -16.55% | 70293.75% | 0% | 0% | 0% |
| 营业成本 | 431.06 | 1282.37 | 3078.39 | 4789.95 | 6074.47 |
| 毛利率 | 26.57% | 18.41% | 20.30% | 20.20% | 21.11% |
| 光电子器件 | - | 16.86% | 20.00% | 20.00% | 21.00% |
| 园林业务 | 26.57% | 18.39% | 18.39% | 18.39% | 18.39% |
| 其他业务 | 18.58% | 34.10% | 34.10% | 34.10% | 34.10% |
| 期间费用率 | 14.93% | 10.59% | 10.35% | 9.93% | 10.12% |
| 销售费用率 | 1.03% | 1.15% | 1.10% | 1.10% | 1.10% |
| 管理费用率 | 10.15% | 5.01% | 5.00% | 4.50% | 4.50% |
| 研发费用率 | 0.70% | 2.73% | 2.70% | 2.80% | 2.90% |
| 财务费用率 | 3.05% | 1.70% | 1.55% | 1.53% | 1.62% |
| 归母净利润 | 65 | 88 | 246 | 377 | 488 |
| 增长率 | 13.85% | 34.90% | 179.57% | 53.04% | 29.38% |

资料来源: wind, 国盛证券研究所

我们选取 4 家以光模块行业为主业的上市公司进行比较，2026 年行业平均 PE 为 76x，鉴于公司较好的业务发展前景，高速光模块将为公司提供较高盈利增速，2026/2027/2028 年归母净利润为 2.5/3.8/4.9 亿元，对应 2026/2027/2028 年 PE 分别为 148/96/75 倍，我们认为未来光通信技术演进将为公司业绩提供增量空间，考虑到公司完全收购钧恒科技后归母净利润有望在现有基础上显著提升，以及公司在上游物料短缺的行业背景下供应链稳定物料充足的交付优势，首次覆盖给与“买入”评级。

图表21: 可比公司估值

| 代码 | 简称 | 市值 (亿元) | 归母净利润 (百万元) | | | PE | | |
|-----------|------|------------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2026E | 2027E | 2028E | 2026E | 2027E | 2028E |
| 000988.SZ | 华工科技 | 1216.2 | 2288 | 2835 | 3378 | 53 | 43 | 36 |
| 002281.SZ | 光迅科技 | 1000 | 1568 | 2066 | - | 64 | 48 | - |
| 301205.SZ | 联特科技 | 381.4 | 271 | 523 | - | 141 | 73 | - |
| 603083.SH | 剑桥科技 | 607.2 | 1357 | 2424 | - | 45 | 25 | - |
| | 行业平均 | | | | | 76 | | |
| 001267.SZ | 汇绿生态 | 363.5 | 246 | 377 | 488 | 148 | 96 | 75 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 注: 股价为 2026 年 04 月 22 日收盘价, 可比公司数据来源于 Wind 一致预期

风险提示

1. AI 发展不及预期

虽然目前 AI 已出现多个重大技术突破，但后续有可能技术创新进展不及预期，导致后续算力需求减少，影响整体产业链需求，从而影响公司光模块业务收入。

2. 光模块速率升级不及预期

目前光模块已开始 400G/800G/1.6T 量产阶段，但如果后续 1.6T、3.2T 光模块进展及落地不及预期将影响公司光模块出货。

3. 市场竞争风险

公司作为光模块代工企业先发优势显著，但如果未来公司的技术创新无法适应行业的发展趋势，将导致公司无法在未来的行业竞争中占据领先地位，将对公司经营业绩造成一定的不利影响。

4. 公司产能建设进度不及预期

公司积极进行产能扩张，若产能投产进度不及预期，可能影响公司光模块出货。

5. 公司收购事项进展不及预期

公司正推进收购武汉钧恒剩余 49% 股权，若收购事项进展不及预期，可能影响公司光通信业务未来业绩空间。

6. 客户集中风险

公司前五大客户收入占比较高，且产业链供给依赖第一大客户，易对公司的经营稳定性构成冲击。

7. 经济基本面风险

若宏观经济复苏进程持续乏力，可能导致下游行业资本开支趋于谨慎、需求释放节奏放缓，进而对公司整体营收增长及订单获取产生一定压制。

8. 未来产品价格下行幅度超预期风险

光模块产品价格稳定年降，若未来竞争加剧可能引发光模块产品价格下行幅度超预期，进而对公司的业绩造成一定挤压。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|----|-------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间 |
| | 行业评级 | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 5%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

国盛证券研究所

| | |
|---|---|
| 北京 地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层 邮编：100077 邮箱：gsresearch@gszq.com | 上海 地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋 邮编：200120 电话：021-38124100 邮箱：gsresearch@gszq.com |
| 南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com | 深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com |